

FUSÕES E AQUISIÇÕES: UMA BREVE CONTEXTUALIZAÇÃO

Pedro Henrique Pozza Urnau Santos¹

Sumário: 1. O conceito de “Fusões e Aquisições” (F&A). 2. Histórico das operações de F&A no Brasil e no mundo a partir dos anos 1990. 3. As principais motivações e causas por trás das operações de F&A. 4. As principais etapas que compõem as operações de F&A. 4.1 Planejamento e Identificação. 4.2. *Due Diligence*. 4.3. Negociação. 4.4. Fechamento. 4.5. Integração. 5. Considerações finais. Referências.

Resumo: O objetivo deste trabalho é promover uma imersão ao universo das operações de sucessão patrimonial, isto é, fusões e aquisições (F&A), ou ainda, *M&A*². O tema fusões e aquisições será decomposto em unidades base, analisando conceitos, motivações e principais etapas, a partir de dados acadêmicos e estatísticos. Operações deste tipo, como se verá, estão inseridas em um ambiente complexo, dinâmico e multidisciplinar. Além disso, muito do que se tem hoje é fruto, essencialmente, da *techné*, da prática, do *know-how*, não estando sujeito apenas às influências da academia jurídica, mas também de outras searas do conhecimento, especialmente da administração de empresas, ciências contábeis e economia. Isto se dá pois, tanto sob o aspecto fático (*techné*) quanto o não fático, ou teórico, (*episteme*), não existe um grupo sistematizado de normas ou padrões de conduta, ou ainda uma cadeira no mundo acadêmico que leve o título “Fusões e Aquisições”, que rege os assuntos que, agrupados, consubstanciam a densidade dos conteúdos relacionados a este assunto. O que se vê, em verdade, são conjuntos daquilo que se consideram “boas práticas” do mercado de fusões e aquisições, uma “unicidade formal” que garante o bom desenrolar dessas operações, foco principal deste trabalho.

Palavras-chave: Fusões e aquisições. M&A. Sucessão empresarial.

¹ Aluno do Curso de Direito da Escola de Negócios, Direito e Hospitalidade da Universidade Salvador – UNIFACS.

² Do inglês, *mergers and acquisitions*.

1. O CONCEITO DE “FUSÕES E AQUISIÇÕES”

Inicialmente, cabe chegar a um consenso acerca do que se tratam as operações de F&A. Este objetivo pode ser cumprido em menos de uma linha: operações de fusões e aquisições são processos.

Várias são as definições apresentadas pelas diversas disciplinas que abordam o tema, mas tal digressão faz-se necessária para proporcionar um sentido maior a todo conteúdo que será apresentado a partir deste momento.

Dada a complexidade e multidisciplinariedade que caracteriza o tema, será feita uma análise do que dizem algumas das diversas áreas do conhecimento que abordam o tema, mas sem antes contextualizar e abordar brevemente a origem do termo, e consultar o que diz a legislação brasileira.

O tema Fusões e Aquisições (F&A) ainda não está amparado por uma teoria geral própria, sendo alvo de estudo de diversas áreas do conhecimento, como o Direito (societário e civil), Administração de Empresas (quando se fala em finanças e estratégia), Economia, Contabilidade, Política de Negócios, e outras demais, sem apresentar em uma ou outra maior ou menor dominância, apesar de ser sempre um tema relevante.

Mesmo com as muitas definições para as operações de F&A apresentadas pela literatura, que abordam aspectos e apresentam nuances diferentes de acordo com a área do conhecimento que estuda o tema, é notável também o fato de que, por mais que tais áreas do conhecimento sejam diferentes umas das outras, existem diversos pontos de convergência nos conceitos apresentados tanto pela legislação, quanto pelos doutrinadores.

Resultado da tradução do inglês “*Mergers & Acquisitions*”, ou M&A, a expressão “fusões e aquisições”, ou F&A, é utilizada para referir-se aos negócios jurídicos que são espécies do gênero “sucessão empresarial”³. Neste universo, os sujeitos envolvidos são dotados de personalidade jurídica, e pelo menos um deles será extinto, de modo que seu patrimônio vem a ser incorporado por outro. O foco é sempre a transferência de patrimônio (direitos e

³ COUTINHO, Sergio M. B. **Fusões e Aquisições**. 4 Ed. São Paulo: Saraiva, 2016. p. 16.

obrigações) de uma sociedade empresária à outra, geralmente como resultado da extinção de pelo menos uma delas.

No âmbito da sucessão empresarial, temos as incorporações ou aquisições, fusões, e cisões como sendo as tais “operações de fusões e aquisições”. Para o propósito deste estudo, é interessante abordar somente as fusões e aquisições, denotadas daqui para frente somente como “transação”, “fusões e aquisições”, “F&A”, ou “M&A”.

A Lei das Sociedades Anônimas, n. 6.404 de 1976, trata destes tipos de operações em seus artigos 226 e seguintes, trazendo definições para aquisição, tratada como incorporação, e fusão nos *caputi* dos artigos 227 e 228, respectivamente. O Código Civil também as define em seus artigos 1.116 e 1.119:

Art. 227. A incorporação é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações.

Art. 228. A fusão é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações⁴.

Art. 1.116. Na incorporação, uma ou várias sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações, devendo todas aprová-la, na forma estabelecida para os respectivos tipos.

Art. 1.119. A fusão determina a extinção das sociedades que se unem, para formar sociedade nova, que a elas sucederá nos direitos e obrigações⁵.

Como se percebe, a *sucessão* em direitos e obrigações é comum às definições de ambos os institutos. Portanto, a partir da análise dos artigos citados acima, é razoável concluir que estaremos diante de uma operação de F&A sempre que houver uma transação entre duas ou mais sociedades em que uma absorve a outra (aquisição) ou em que ambas se unam para formar uma nova, extinguindo-se as envolvidas (fusão), e que ocorra sucessão de direitos e obrigações entre as sociedades envolvidas.

⁴BRASIL. **Lei n. 6.404 de 1976.** Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm>. Acesso em 01 abr. 2017.

⁵BRASIL. **Lei n. 10.406 de 2002.** Institui o Código Civil. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406.htm>. Acesso em 01 abr. 2017.

A doutrina é vasta na conceituação desses tipos de operações societárias. Do ponto de vista acadêmico, Fran Martins⁶ e Marlon Tomazette⁷ definem fusão como sendo a operação pela qual duas ou mais sociedades se unem, (“aglutinam-se”) para formar uma nova, uma pessoa jurídica inédita, que sucede as extintas em todos seus direitos e obrigações. Na aquisição (ou incorporação), por outro lado, uma das sociedades envolvidas absorve a outra, sucedendo-a em todos os direitos e obrigações, que passam a integrar seu patrimônio.

Depreende-se por Fabio Ulhoa Coelho⁸ que as operações de F&A podem ser entendidas como um processo caracterizado pelo conjunto de instrumentos contratuais e negócios jurídicos de natureza societária firmados entre duas ou mais sociedades que tem por objetivo a aquisição do controle societário ou a totalidade dos direitos e obrigações de uma por outra (aquisição), ou a consolidação dos direitos e obrigações das sociedades envolvidas, formando uma pessoa jurídica de nova identidade (fusão).

Evandro Pontes refere-se ainda às operações de F&A por meio da expressão “alienação de controle”, e as define como “qualquer operação que visa transferir o poder de controle de uma empresa de uma pessoa ou grupo de pessoas para outra pessoa ou grupo de pessoas⁹”.

Sob a lente da Administração de Empresas, Camargos e Barbosa¹⁰ definem as F&A como *processos* que “constituem uma maneira rápida da firma crescer, entrar em mercados, defender-se de aquisições indesejadas, aproveitar oportunidades de investimentos (...)”. São decisões estratégicas de alta relevância, que representam alavancas importantes para o aumento de lucros e geração de valor aos acionistas¹¹.

Betania Tanure de Barros e Vera L. Cançado afirmam que as F&A constituem a forma mais complexa de relacionamento entre duas sociedades empresárias. Transações de F&A são

⁶MARTINS, Fran. **Curso de Direito Comercial: empresa comercial, empresários individuais, microempresas, sociedades empresarias, fundo de comercio**. 32 Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011. p. 45.

⁷TOMAZETTE, Marlon. **Curso de Direito Empresarial**, v. 1. 8 Ed. São Paulo: Atlas, 2014. p. 286.

⁸COELHO, Fábio U. **Curso de Direito Comercial**, v.3. 12 Ed. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 116.

⁹PONTES, Evandro F. **Representations & Warranties no Direito Brasileiro**. 1 ed. São Paulo: Almedina, 2014. p. 24.

¹⁰CAMARGOS, Marco A.; BARBOSA, Francisco V. Fusões, aquisições e *takeovers*: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v.10, n. 2, p. 17-38. São Paulo, 2003.

¹¹FERREIRA, M. P. et al. Mergers & acquisitions research: a bibliometric study of top strategy and international business journals, 1980-2010. **Journal of Business Research**, v. 67, p. 2550-2558. Nova York: 2014.

processos que ocorrem em etapas consecutivas e interdependentes em que: nas fusões, duas ou mais sociedades empresárias se combinam, cada uma deixando de existir, formando uma terceira, com nova identidade; nas aquisições é realizada a compra de controle acionário de uma sociedade por outra¹².

Nesse contexto, segundo Stanley F. Reed,¹³ uma fusão ocorre sempre que duas sociedades empresárias se unem, extinguindo-se ambas, surgindo da junção delas um novo ente; aquisição é o processo em que os ativos e passivos de uma sociedade são transferidos à outra por meio de uma transação. Nesse sentido, uma fusão se diferencia de uma aquisição, pois neste último tipo de operação ocorre a transferência da titularidade de ativos e passivos de uma sociedade para outra, em troca de dinheiro ou quotas representativas de capital social (ações), enquanto no primeiro, via de regra, ocorre somente a combinação de operações entre as envolvidas.

Ademais, seja qual for o caso, uma operação de F&A é sempre tida como um evento de altíssima relevância, pois a decisão de comprar, vender ou juntar operações com outra sociedade empresária sempre tem um impacto significativo em todos os envolvidos na atividade empresária¹⁴: os sócios, os gestores, os funcionários, e até o mercado, clientes, fornecedores. É um processo constituído por várias etapas, podendo durar meses, e independentemente do tipo de operação (fusão ou aquisição), ao final, pelo menos uma das envolvidas irá deixar de existir.

Pode-se concluir, pelo que foi apresentado até o momento, que as operações de F&A são fenômenos de natureza societária, ocorridos entre pelo menos duas sociedades empresariais, onde o objeto é o conjunto de direitos e obrigações de ao menos uma das envolvidas, que vai ser transferido à outra, ou a outra que venha a surgir a partir da operação, por sucessão.

Contudo, antes de seguir ao próximo tópico, voltemos ao ponto inicial: operações de fusões e aquisições são processos. Segundo o escopo deste trabalho, é imprescindível a compreensão destas operações como instrumentos - sua essência - capazes de servir como alavanca para

¹² TANURE, Betania; CANÇADO, Vera L. **Fusões e aquisições: aprendendo com a experiência brasileira**. Revista de Administração de Empresas. São Paulo, v. 45, n. 2, p. 10-22, junho de 2005.

¹³ REED, Stanley F.; LAJOUX, Alexandra; NESVOLD, H. Peter. *The Art of M&A: a Merger, Acquisition, Buyout Guide*. 4 Ed. Nova York: McGraw-Hill, 2007. p. 3.

¹⁴ ROSENBAUM, Joshua e PEARL, Joshua. *Investment Banking: valuation, leveraged buyouts, and mergers & acquisitions*. 4 Ed. New Jersey: Wiley & Sons, Inc., 2009. p. 48.

que as sociedades empresárias envolvidas potencializem sua performance e alcancem seus objetivos, e que se materializam sob a forma de processos compostos por várias etapas, caracterizadas por uma série de instrumentos e negócios jurídicos.

2. HISTÓRICO DAS OPERAÇÕES DE F&A NO BRASIL E NO MUNDO A PARTIR DOS ANOS 1990

Para melhor compreensão de como chegamos ao estágio atual em que se apresentam as operações de F&A, de modo a possibilitar abordagem sólida e embasada às cláusulas de representações e garantias, faz-se necessário, primeiro, uma regressão a períodos mais remotos da história, há mais de 2000 anos atrás. Então, a análise de dados referentes à década de 1990 mostrarão que foi este o cenário que mais contribuiu para a formação do que conhecemos hoje como o mercado de M&A no Brasil. A análise de alguns dados históricos é útil para que se verifique em algum grau o processo que levou à lapidação deste tipo de operação, até que tomasse a forma que percebemos hoje, bem como auxilie na criação de um senso de percepção do impacto de sua essência no universo empresarial e econômico.

As origens das operações de F&A são milenares, podendo ser traçadas desde 175 a.C. O estudo do surgimento das estruturas societárias modernas nos leva a perceber que estas são baseadas diretamente em padrões de modelos de organização de centros urbanos e de exploração comercial antigos (i.e. da Grécia Antiga). Nas leis das antigas cidades-estados gregas, já se encontrava previsão do que se chama *sumpolitea*, compreendidos como *acordos de unificação* ou *acordos de fusão das cidades-estados*¹⁵. Desde então, um longo caminho foi percorrido no que toca à moldagem da forma das operações de F&A, nas quais a essência manteve-se basicamente a mesma: instrumentos de potencialização e consolidação das operações dos entes envolvidos.

As primeiras operações de F&A, percebidas segundo a textura que apresentam modernamente, isto é, como operações que visam a transferência de controle societário de uma sociedade empresária, remontam à época da 1ª Revolução Industrial, no final do século

¹⁵ PONTES, Evandro F. **Representations & Warranties no Direito Brasileiro**. 1 ed. São Paulo: Almedina, 2014. p. 28.

XVIII e início do século XIX, quando o surgimento de novas tecnologias e a drástica mudança na organização do cenário econômico marcado pela transição para novos processos de manufatura resultaram em uma concentração de capital e reestruturação patrimonial sem precedentes¹⁶.

Desde então, o que se percebe são ciclos de maior ou menor intensidade de realização de operações desse tipo. Esses ciclos de maior intensidade, precedidos e sucedidos por períodos de relativa inatividade, são as chamadas “ondas de F&A” (do inglês *M&A Waves*).

Segundo literatura especializada, a primeira onda ocorreu entre 1887 e 1904, e a partir daí ocorreram outras seis, caracterizadas por fortes movimentos de concentração de capital, reestruturação patrimonial e consolidação de indústrias e setores da economia¹⁷.

Atualmente, vivemos a sétima onda de F&A, que teve início em 2011. O aumento do volume de F&A desta vez é impulsionado pelo entusiasmo global com os mercados emergentes, sobretudo os que compõem o BRICS: Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul. A busca por novas oportunidades de ganhos de economia de escala e a entrada em novos mercados consumidores impulsiona essas transações, onde também se percebe efeitos da globalização com a continuidade do movimento de internacionalização de companhias, e a consolidação de setores da economia e o surgimento de novas indústrias¹⁸.

Percebe-se, basicamente, que são três elementos que caracterizam as ondas e as diferenciam entre si: um relacionado ao objetivo das operações ou ao tipo de indústria, nicho de mercado ou característica comum às sociedades empresárias em que a maioria das operações foram realizadas; a quantidade de operações realizadas; e a magnitude (valor médio) das transações.

De um modo geral, a cada onda, o número médio de transações por ano aumentou, bem como o valor médio das transações realizadas. Nesse contexto, aos poucos foi formado um “mercado” de F&A, com o surgimento de organizações formadas por profissionais especializados na condução de operações de F&A. Entre os principais agentes que compõem

¹⁶ CAMARGOS, Marco A.; BARBOSA, Francisco V. Fusões, aquisições e *takeovers*: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v.10, n. 2, p. 17-38. São Paulo, 2003.

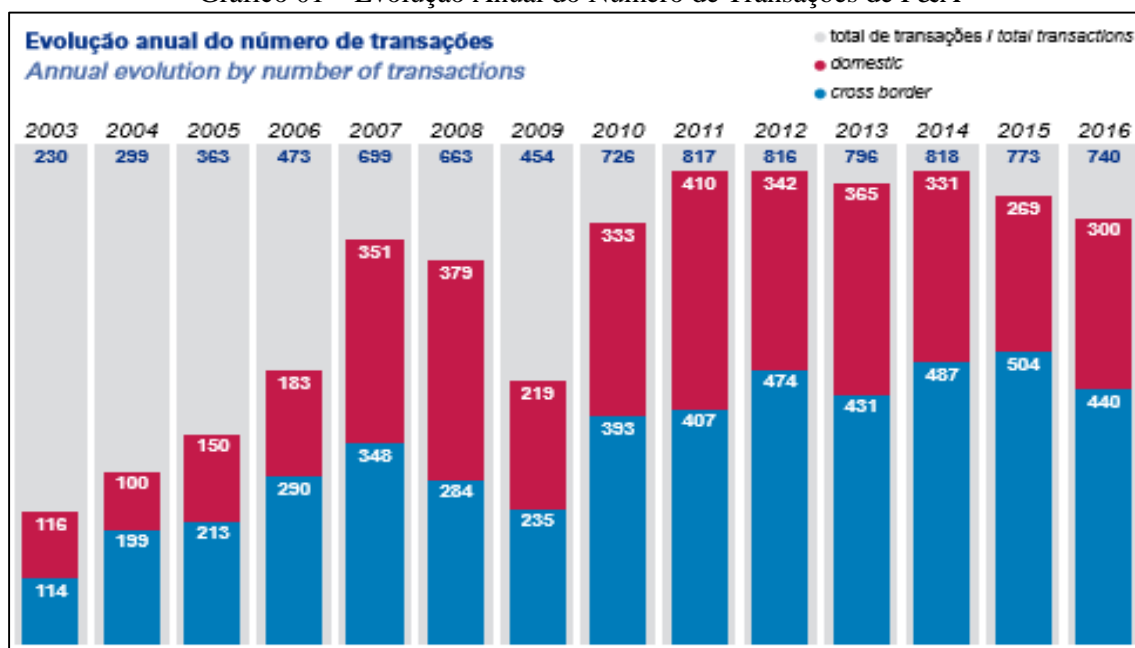
¹⁷ Ibidem.

¹⁸ STEGER, Ulrich; KUMMER, Christopher. *Why M&A Waves Reoccur*. Disponível em: <http://www.imd.org/research/publications/upload/Steger_Kummer_WP_2007_11.pdf>. Acesso em 01 abr. 2017.

o mercado de F&A, podemos citar os bancos de investimento, as “boutiques de M&A”, as empresas de consultoria especializada, escritórios de advocacia, e até mesmo agências reguladoras. Não raro, também, a existência de um departamento de F&A em empresas em que as operações de F&A são além de estratégicas, necessárias como diferencial competitivo e operacional.

Apontando os holofotes ao Brasil, dados da KPMG¹⁹, confirmam a descrição dada à última onda de F&A. Por aqui, tem-se observado um grande número de transações, com forte interesse de empresas de capital estrangeiro, concentradas em setores que notadamente encontram-se em transformação e consolidação.

Gráfico 01 – Evolução Anual do Número de Transações de F&A



Fonte: KPMG. Pesquisa de Fusões e Aquisições 2016.

¹⁹ KPMG. Pesquisa de Fusões e Aquisições 2016. Disponível em: <<https://home.kpmg.com/br/pt/home/insights/2017/03/fusoes-e-aquisicoes-2016-4o-trimestre.html>>. Acesso em 01 abr. de 2017.

Tabela 01 – Número de transações por período

SETOR	NÚMERO DE TRANSAÇÕES	
	2003 a 2008	2011 a 2016
T.I.	274	641
ALIMENTOS	266	398
IMOBILIÁRIO	92	269
ENERGIA	78	205
TELECOMUNICAÇÕES	74	78

Fonte: KPMG. Pesquisa de Fusões e Aquisições 2016.

O gráfico e a tabela apresentados evidenciam que desde 2011, quando se iniciou a última e atual onda de F&A, ocorreram em média 794 transações por ano, sendo que 59% destas envolveram empresas de capital estrangeiro, com foco nos setores de Tecnologia da Informação (T.I.), Internet, Alimentos, Serviços e Financeiro. A título de comparação, durante a onda de F&A anterior, chamada de “*Age of Crossborder and Horizontal Megamergers*” (entre 2003 e 2008) ocorreram, em média 454 transações, sendo 54% com participação de empresas de capital estrangeiro, concentradas nos setores de Tecnologia da Informação, Alimentos, Imobiliário, Energia e Telecomunicações.

É clara a mudança nas características da onda anterior para a atual, tanto em número médio de transações por ano, quanto no perfil das transações no que diz respeito aos setores da economia com maior concentração do número de transações e a participação proporcional de empresas de capital estrangeiro. Da onda de F&A anterior para atual ocorreu um aumento de quase 75% no número médio total de transações por ano. Além disso, a participação de empresas de capital estrangeiro aumentou em 5%, e o grupo de setores com o maior número de transações mudou sensivelmente.

Até tomar essa roupagem que se percebe hoje, o contexto envolvendo as operações de F&A no Brasil percorreu longo caminho, sendo moldado aos poucos, sobretudo como resultado das mudanças políticas e econômicas substanciais que ocorreram principalmente nas últimas décadas do século passado²⁰.

²⁰ CITOLINO, Carolina B. **Indenização Pelo Descumprimento da Cláusula de Declarações e Garantias no Brasil**. São Paulo: INSPER - Instituto de Ensino e Pesquisa, 2013. p. 36.

Até a década de 1990, a economia brasileira tinha características protecionistas e nacionalistas, preocupando-se em manter a soberania e segurança nacionais, focando em estatizações e concessão de incentivos fortemente subsidiados para a expansão do setor privado²¹.

De 1930 até a década de 1980 houve avanços substanciais no desenvolvimento das indústrias, porém em um ambiente de alta proteção contra concorrentes internacionais. Contudo, num contexto global de ampla concorrência que vinha se desenvolvendo no resto do mundo, ao longo prazo isso se mostrou prejudicial à estrutura industrial que aqui se desenvolveu²², especialmente quando comparado a outras economias capitalistas: formou-se aqui um mercado de consumo de massas limitado e atrasou-se a modernização das indústrias.

Na década de 1980, após o primeiro choque do petróleo e o aumento abrupto das taxas de juros internacionais, o que se percebeu foi uma disparada desenfreada das taxas de inflação, que atingiu a casa dos 80% ao mês²³.

Em resposta a este cenário caótico, durante a década de 1990, na tentativa de estabilizar a economia, diversas reformas econômicas ocorreram. As medidas implementadas basearam-se na liberalização financeira, na abertura comercial, na desestatização, principalmente por meio de privatizações, e na busca pela estabilização dos preços. O objetivo era aumentar a eficiência da economia do país, permitindo a ampla entrada de concorrentes internacionais e investimentos estrangeiros. Isso acabou por reduzir a assimetria competitiva que havia entre empresas nacionais e estrangeiras, causada pelo protecionismo observado desde a década de 1930, e tornou o ambiente econômico brasileiro atrativo às empresas estrangeiras. Tal atratividade tornou as empresas brasileiras vulneráveis a aquisições por empresas estrangeiras, que no contexto da quinta onda de F&A (*Strategic Megamerger Wave*) procuravam expandir seu escopo de atuação, redefinindo e consolidando suas estratégias no mercado global em expansão.

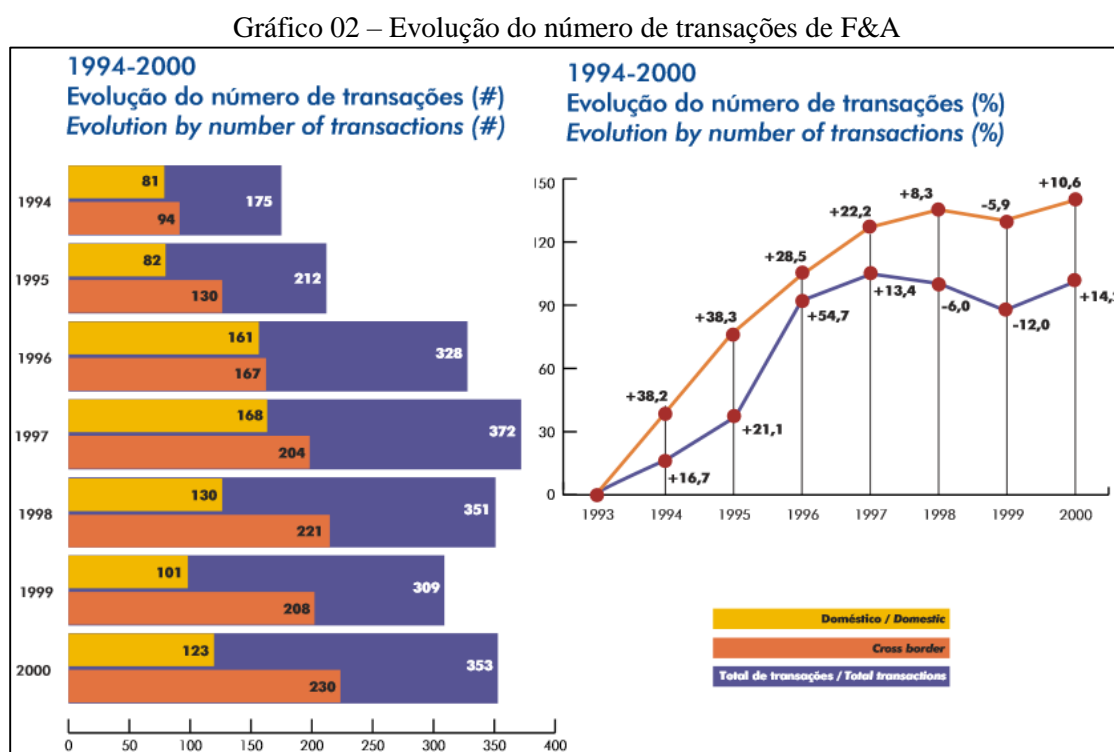
²¹ ROSSETTI, José P. Fusões e Aquisições no Brasil: as razões e os impactos. In: BARROS, Betania T. **Fusões, Aquisições & Parcerias**. São Paulo: Atlas, 2001. p. 67.

²² CARVALHO, Veridiana R. S.; LIMA, Gilberto T. **Estrutura produtiva, restrição externa e crescimento econômico: a experiência brasileira**. Economia e Sociedade, Campinas, v.1. Disponível em: Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/ecos/v18n1/02.pdf>. Acesso em: 01 de abril de 2017>.

²³ Ibidem.

Importante observar que, de todas as medidas tomadas responsáveis por moldar o cenário que descrito acima, a mais importante foi o Plano Real, em 1994. A partir deste período, observou-se um aumento intenso no número de transações de F&A em função da redução das barreiras de entrada ao capital externo, da inserção do país no mercado global, do fim dos monopólios e das reservas de mercado, da modernização institucional – principalmente com as privatizações –, e de problemas em processos sucessórios nas empresas familiares²⁴.

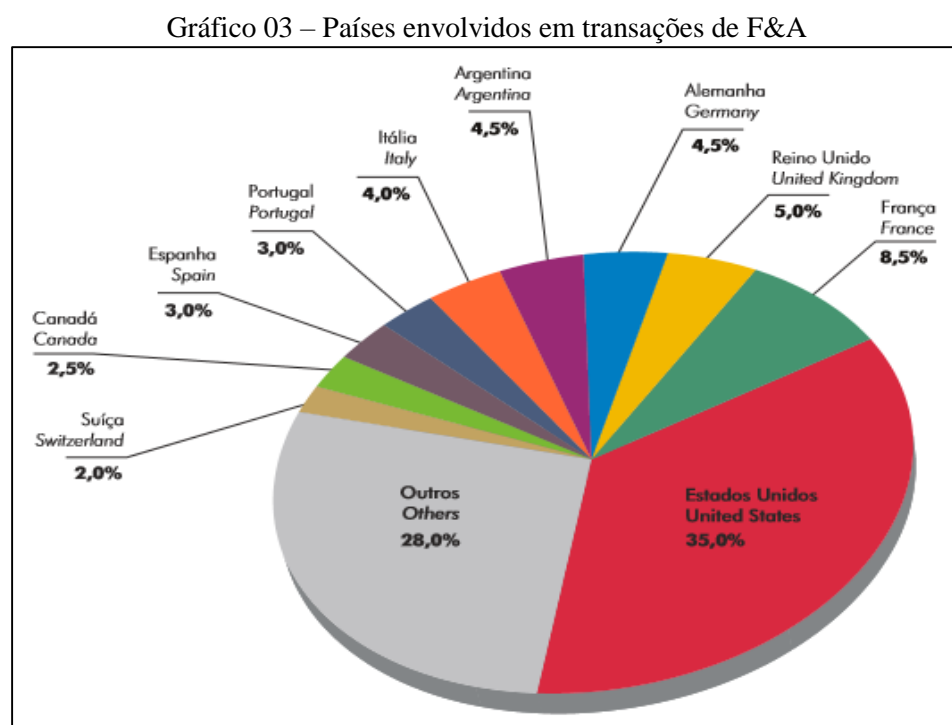
O gráfico abaixo, resultado de pesquisa realizada pela KPMG²⁵ abaixo mostra a evolução do número de transações de F&A durante a década de 1990, no período iniciado com o Plano Real.



²⁴BARROS, Betânia T. **Fusões, aquisições & parcerias**. 1 Ed. São Paulo: Atlas, 2001. p. 64.

²⁵KPMG. **Pesquisa de Fusões e Aquisições 2014**. Disponível em: <<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/03/fusoes-e-aquisicoes-4-trimestre-2014.pdf>>. Acesso em 01 de abril de 2017.

Nota-se que houve um aumento de 102% no número total de transações de F&A anunciadas e concluídas na década de 1990, a partir do primeiro ano de vigência do Plano Real. Além disso, mais de 56% dessas transações foram protagonizadas por empresas de capital estrangeiro. Os países que mais se envolveram em transações de F&A no Brasil entre 1993 e 2000 foram²⁶, em primeiro lugar, os Estados Unidos, seguidos por França, Reino Unido, Alemanha, Argentina, Itália, Portugal, Espanha, Canadá.



Fonte: KPMG. Fusões e Aquisições no Brasil: Análise dos Anos 90.

A década de 1990 foi responsável não só pelo impulso no número de transações, mas também pela formação e consolidação do mercado profissional de F&A no Brasil²⁷, moldado sob fortes influências estrangeiras, principalmente de países anglo-saxões: Estados Unidos, Reino Unido e Canadá protagonizaram mais de 40% das transações ocorridas nessa época.

²⁶ KPMG. **Fusões e Aquisições no Brasil: Análise dos Anos 90**. São Paulo: 2001. Disponível em: http://www.kpmg.com.br/publicacoes/corporate_finance/structuredfinance/fa_90s.pdf. Acesso em 01 de abril de 2017.

²⁷ BARROS, Betânia T. **Fusões, aquisições & parcerias**. 1 Ed. São Paulo: Atlas, 2001. p. 64.

Essas influências resultam em um cenário denso, como percebido pelos dados apresentados, que atestam também a força e relevância das transações de F&A.

Os últimos vinte anos foram responsáveis pela consolidação e sofisticação, no Brasil, do que conhecemos hoje como o mercado de M&A, ainda em constante evolução prática. Impactos podem ser percebidos tanto do ponto de vista negocial, quanto jurídico, moldando o “*know-how*”, as práticas consuetudinárias e a forma pelas quais as transações de F&A ocorrem, seguindo o que se chama de “unicidade formal”, debatida com mais profundidade logo mais.

Tal consolidação e sofisticação caracterizam as transações de F&A, em constante evolução prática, com complexidade. Exemplos disso são o desenvolvimento de técnicas de avaliação de empresas (*valuation*) cada vez mais minuciosas, e também, finalmente, aprofundamentos sensíveis na técnica e conteúdo acerca da elaboração das cláusulas de representações e garantias, peça central deste trabalho. Evandro Pontes evidencia:

Tomando por base contratos de alienação de controle celebrados nas décadas de 1960 e 1970, comparados com instrumentos e procedimentos negociais de alienação de controle dos últimos cinco anos, nota-se, com bastante saliência, o alto grau de sofisticação retórica e linguística na elaboração de cláusulas enunciativas, que nada mais refletem do que uma série de problemas herdados de experiências comuns não tão remotas em tema de sucessão empresarial e partilha de prejuízos supervenientes, ocultos ou decorrentes de ativos subavaliados.²⁸

Aqui cabe um leve – porém inevitável – adiantamento na discussão acerca das cláusulas de representações e garantias. Mesmo tendo sofrido relevante mudança em sua forma nos últimos anos, as cláusulas de representações e garantias não perderam sua essência, conservando a função de proteger as partes quanto a resultados indesejados decorrentes da transação. A qualificação de determinada situação fática pós-transação como um “resultado indesejado” só é possível à luz da vontade das partes, o *animus*, na realização da transação, que são as motivações para a realização das transações.

Isto posto, e entendido e estabelecido o contexto histórico que influenciou o desenvolvimento das atividades de F&A no Brasil e no mundo, torna-se imprescindível para a discussão do tema proposto por este trabalho, e também para reforçar o entendimento das operações de

²⁸ PONTES, Evandro F. **Representations & Warranties no Direito Brasileiro**. 1 ed. São Paulo: Almedina, 2014. p. 7.

F&A como processos e processos obrigacionais, tratar da análise das principais motivações por trás dessas transações. É o que será visto a seguir.

3. AS PRINCIPAIS MOTIVAÇÕES E CAUSAS POR TRÁS DAS OPERAÇÕES DE F&A

Operações de F&A, como negócios jurídicos, são classificadas como *causais*, pois são fundadas em motivos determinantes e objetivamente constatáveis. O objetivo de toda sociedade empresária é o exercício de determinada atividade empresarial de modo a gerar resultados suficientes a permitir a remuneração do capital do empresário, sócio da sociedade; em outras palavras, o lucro. Ora, nenhum empresário exerce atividade empresarial sem visar obter lucro (ou melhor, visando o prejuízo). No decorrer do exercício da atividade empresarial, diversas são as formas capazes de levar a sociedade empresária a alcançar resultados economicamente favoráveis e sustentáveis. Operações de F&A podem, em muitos dos casos, servir como ferramentas que auxiliam o alcance do objetivo da sociedade empresaria, pelo meio que se vislumbrou o mais eficaz naquele momento. Daí as motivações das operações de F&A, foco deste item.

O exame das motivações por trás das operações de F&A é extremamente relevante para a compreensão do debate ao qual pretende o presente trabalho, pois trata-se de elemento central na verificação do adimplemento contratual, considerando-se as operações de F&A como processos e processos obrigacionais. A motivação por trás das operações de F&A é o elemento que consubstancia todo seu desenvolvimento e sua compreensão como processos e processos obrigacionais. Além disso, o conteúdo das cláusulas de representações e garantias está intimamente ligado à compreensão das motivações das partes envolvidas.

A relevância dos motivos, em qualquer tipo de relação social, no plano fático, é óbvia; já no plano jurídico, nem tanto. Nenhum ato humano, de vontade, como é o caso de operações de F&A, é praticado sem motivo ou causa anterior (diferentemente do que se percebe com os fenômenos da natureza, onde a causa dos fenômenos observados é motivada pura e simplesmente por leis naturais ou mecânicas). Por outro lado, ao admitirmos a existência de negócios jurídicos abstratos, os motivos das partes por trás de atos que geram a realização de

negócios jurídicos não constituem elementos essenciais ao seu exame nos planos de existência, validade ou eficácia.

Contudo, quando se trata de F&A, sendo negócios jurídicos causais, os motivos têm papel relevante tanto no plano fático quanto no jurídico. Isso, porque os motivos que causam a realização de operações de F&A são de constatação e certeza objetiva, uma vez que decorrem da natureza das partes envolvidas nesse tipo de negócio²⁹. Dada essa objetividade, observar os motivos das partes envolvidas durante todo o processo de F&A é dever que decorre em obediência ao princípio da boa-fé objetiva.

Motivo é o que gera a vontade. São as razões pelas quais as sociedades empresariais optam por realizar operações de F&A. É o *animus* das partes, que dá início ao processo de F&A, e deve consubstanciar toda a operação. Para que uma operação de F&A ocorra de maneira legítima, e as partes envolvidas devem sempre estar atentas a razão que as levou a envolverem-se naquela operação em um primeiro momento. Não agir de acordo com a motivação da operação, isto é, em desacordo com o *animus* da outra parte, é fazê-la incorrer em vício de vontade.

Aqui, cabe uma distinção entre *motivo* e *causa*. Motivo confunde-se com objetivo, enquanto causa é a força propulsora de alguma ação que leva à realização do objetivo e satisfação do motivo.

Portanto, em termos simples, o motivo por trás das operações de F&A é melhorar a performance, sob algum aspecto específico, de pelo menos uma das sociedades empresárias envolvidas (as causas, como se verá adiante, são diversas). Adam Smith já dizia que o objetivo do empresário é maximizar sua riqueza³⁰. Da mesma forma, o objetivo de qualquer empresa é a maximização da riqueza de seus acionistas³¹. Isso acontece quando uma sociedade empresária consegue desempenhar tão bem sua atividade empresarial ao ponto de conseguir acumular lucros.

Nesse contexto, assim como a sociedade empresária serve de instrumento à maximização de riqueza dos seus sócios ao exercer atividade empresarial, as operações de F&A servem de

²⁹ COUTO E SILVA, Clovis V. **A obrigação como processo**. São Paulo: FGV, 2017. 11 Ed, p. 41.

³⁰ SMITH, Adam. **The Wealth of Nations**. Disponível em: <<https://goo.gl/E4zD2g>>. Acesso em 01 abr. 2017.

³¹ OCHA, Dinir S.; QUATTRINI, Larissa T. Série **GVLAW - Direito societário: Fusões, aquisições, reorganizações societárias e due diligence**. 1ª Edição. 2012. p. 23

instrumentos à potencialização da realização bem-sucedida da atividade empresarial. O que os empresários buscam ao realizar uma operação de F&A é, em termos mais academicamente adequados que os utilizados logo acima, a criação de valor (motivo) por meio da exploração eficiente de sinergias entre as sociedades empresárias envolvidas (causas).

Dito isso, tendo resgatado a definição das operações de F&A como *instrumentos* (vide tópicos anteriores) no contexto da atividade empresarial, fica clara a importância e a correlação entre motivos e causas para as operações de F&A e a sua realização. Sendo instrumentos para atingir um fim por meio do suprimento de uma necessidade da sociedade empresária em questão, as causas traduzem justamente essas necessidades estratégicas. Se pensarmos nas necessidades das sociedades empresárias como sendo pregos, a realização de uma operação de F&A é um dentre vários martelos disponíveis ao empresário: um martelo pesado, que precisa de pelo menos mais uma pessoa para ajudá-lo a manusear.

É verdade que tais necessidades podem ser muitas vezes supridas por outras formas que não as operações de F&A, mas se as partes decidiram de comum acordo realizar uma operação de F&A para suprir determinada necessidade, devem comprometer-se nesse sentido, e agir dentro do que é possível e necessário.

Explorar sinergias traduz-se na possibilidade de compartilhar ou transferir recursos inerentemente, de maneira eficiente³². A definição das causas por trás de uma operação de F&A está intimamente ligada à como, naquele momento, a sociedade empresária pode potencializar o bom desempenho de suas atividades por meio da exploração de sinergias com outra.

A primeira das etapas que constituem as operações de F&A (tratadas em detalhes posteriormente), é onde se define ou identifica qual outra sociedade é a melhor candidata a ocupar o outro polo da operação, alvo (ou *target*), por meio da análise da compatibilidade entre as necessidades da primeira e características da segunda, que serão as tais fontes de sinergia. A definição das causas que levam à operação fusão, compra ou venda deve ser considerada como um prelúdio à operação, uma vez que ainda não existem duas sociedades empresárias em cena andam de mãos dadas com a identificação do alvo: quanto melhor e

³² PORTER, Michael E. **Competitive advantage**: creating and sustaining superior performance. New York: Simon & Schuster, Inc., 1985, p. 16.

mais detalhada for a definição das necessidades de uma, mais bem-sucedida será a identificação da outra.

Diversas podem ser as causas por trás de operações de F&A. Afinal, o que os define é a necessidade que a sociedade empresária passa naquele determinado momento.

Literatura especializada menciona ao menos 31 (trinta e um) possíveis motivos que levam à realização de operações de F&A. Por outro lado, o megainvestidor Warren Buffet diz que há apenas um motivo que leva às operações de F&A: converter resultados de investimentos em dinheiro em ativos que tragam retornos mais atrativos que aquelas opções que se têm à disposição.

Stanley Foster Reed, Alexandra Lajoux, Peter Nesvold e J. Fred Weston elegem os dez principais motivos para realização de operações de F&A como sendo³³: conquistar economias de escala ou escopo (eficiência operacional); alcançar metas estratégicas com sucesso mais rapidamente (eficiência estratégica); satisfazer exigências de investidores adquirindo companhias ineficientes e as tornando mais eficientes (eficiência diferencial); investir na aquisição de uma companhia mal gerida e trocar seus gestores, melhorando sua performance (eficiência gerencial); aumentar poder de mercado e *Market share*; diminuir custos de capital estabilizando fluxos de caixa e aumentar a capacidade endividamento (eficiência financeira); aproveitar oportunidades de investimento em companhias subvalorizadas; garantir controle em companhias com mal desempenho e alto potencial e controle societário diluído (estabilizar e controlar conflitos de agencia); aproveitar regimes tributários mais benéficos (eficiência tributária); aumentar receita e o tamanho de uma companhia, possibilitando maior poder de remuneração a funcionários e acionistas.

Gerry Johnson, Kevan Scholes e Richard Wittington³⁴ classificam em três os tipos de motivações para realização de operações de F&A: estratégicas, financeiras e gerenciais. As motivações estratégicas estão focadas em aprimorar e desenvolver o negócio e relacionadas à obtenção de vantagem competitiva no mercado. As motivações financeiras são aquelas incentivadas pela exigência de retorno pelos acionistas e na necessidade promover uma

³³ REED, Stanley F.; LAJOUX, Alexandra; NESVOLD, H. Peter. *The Art of M&A: a Merger, Acquisition, Buyout Guide*. Nova Iorque: McGraw-Hill, 2007, 4ª Ed, p. 647.

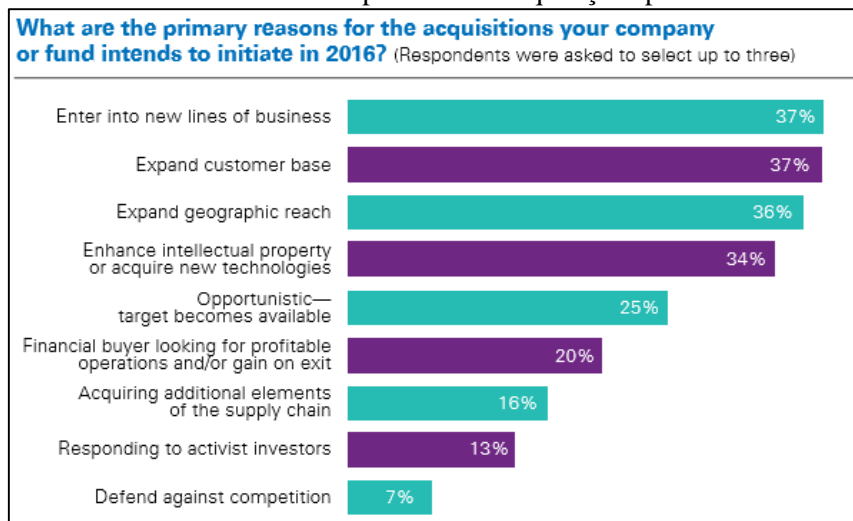
³⁴ JOHNSON, Gerry; SCHOLES, Kevan; WHITTINGTON, Richard. *Exploring corporate strategy*. 7 Ed. New York: Prentice Hall, 2005.

melhoria na performance financeira da sociedade empresária. Por fim, as motivações gerenciais são fruto dos interesses dos diretores, e não necessariamente refletem os interesses dos acionistas.

Summer N. Levine³⁵ explica que os motivos para se realizar uma operação de F&A podem ser divididos em defensivos ou expansionistas. Ao mesmo tempo, Marco Antônio de Camargos e Francisco Vidal Barbosa³⁶ definem que as operações de F&A constituem uma maneira rápida de uma empresa crescer, entrar em mercados, defender-se de aquisições indesejadas e aproveitar oportunidades de investimentos.

Ainda, conforme ressalta Ian de Porto Alegre Muniz, o motivo por trás de uma operação de F&A nem sempre é expansionista, o que geralmente motiva a intenção de venda, quando um grupo empresário opta pelo desfazimento de divisões com baixa rentabilidade³⁷. Pesquisa global da KPMG³⁸ feita com 550 executivos da área de F&A de empresas da *Fortune 500* (que lista as quinhentas maiores empresas do mundo) revelou os principais motivos que motivaram as operações de F&A em 2016. Os resultados constam no gráfico a seguir.

Gráfico 04 – Razões primárias de aquisições para 2016



Fonte: KPMG M&A Outlook Survey.

³⁵ LEVINE, Summer N. **The acquisitions manual**. New York: New York Institute of Finance, 1989, p. 56.

³⁶ CAMARGOS, Marco A.; BARBOSA, Francisco V. Fusões, aquisições e *takeovers*: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v.10, n. 2, p. 17-38. São Paulo, 2003.

³⁷ MUNIZ, Ian de Porto Alegre. **Fusões e Aquisições – Aspectos Fiscais e Societários**. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 27-29.

³⁸ KPMG: **M&A Outlook Survey**. Disponível em: <<https://info.kpmg.us/ma-survey/index.html>>. Acesso em 15 mar. 2017.

Analisando tais dados pode-se concluir que, na prática, mais de um motivo concomitante pode ser determinante à decisão de engajar em uma operação de combinação de negócios e que, em 2016, os mais relevantes foram: o desejo ou a necessidade de entrar em novas indústrias; expandir a base de clientes; expandir o alcance geográfico das suas operações; aprimorar a propriedade intelectual ou adquirir novas tecnologias (P&D); o surgimento ocasional de oportunidades de negócios; acionar à sua operação outras lucrativas; absorver elementos de sua cadeia de produção (verticalização); reagir às demandas de investidores; e se defender contra competição.

Seja qual for a motivação para a realização de uma operação de F&A, traduz a essência *animus* das sociedades empresárias envolvidas, constitui a força motriz que faz as partes agirem de modo a conquistar seu principal objetivo, e deve ser levado em consideração durante todo o processo de F&A, tanto sob a perspectiva do comprador, quanto do vendedor.

Como já dito anteriormente, a definição dos motivos, isto é, a delineação da intenção de compra (ou venda), constitui o início de somente uma das etapas que compõem as operações de F&A. Sabe-se que as operações de F&A constituem um processo e, como tal, é composto por uma série de etapas consecutivas e interdependentes³⁹.

4. AS PRINCIPAIS ETAPAS QUE COMPÕEM AS OPERAÇÕES DE F&A

F&A é uma tecnologia e, conforme explanado anteriormente, operações de fusões de aquisições são, em sua forma, processos, constituindo uma sequência de etapas, atos ou fatos, contínuos, sucessivos e interdependentes, de modo que podem ser dispostos e analisados em uma linha do tempo. Entretanto, podem durar quinze minutos (como o tempo necessário para a confecção e assinatura de um contrato, por exemplo), trinta dias, ou mesmo se estender por anos. Ao analisar as operações de F&A sob seu aspecto formal, percebe-se que são um processo, e que seu acontecimento como tal é o que confere legitimidade e dá força aos

³⁹ TANURE, Betania; CANÇADO, Vera L. **Fusões e aquisições: aprendendo com a experiência brasileira.** Revista de Administração de Empresas, São Paulo, v. 45, n. 2, p. 10-22, junho de 2005.

vínculos criados entre as partes, sendo até mesmo fator que influencia na eficácia das operações.

O que caracteriza as operações de F&A como processos é o que se chama de “unicidade formal”⁴⁰. Isso porque não é possível definir exatamente as etapas que constituem as operações de F&A nem seu conteúdo; não existe um “manual de instruções”, “guia passo-a-passo” ou um “Código de Processo de F&A”.

O que se quer dizer com isso é que não existe um conjunto de normas objetivas e de aplicabilidade geral que devem ser seguidas e determinam a forma exata para a condução desse processo, regendo o acontecimento e o conteúdo das etapas ou fases que o constituem, nem uma determinação de como exatamente devem ser conduzidas as operações (com exceção dos casos que envolvem companhias de capital aberto no polo passivo de uma operação de aquisição regidos pelo procedimento da oferta pública, bem definindo segundo a legislação⁴¹).

Vários e indefinidos são os fatores que determinam, na realidade, como será conduzida, quais etapas constituirão e o que será tratado exatamente em cada uma das etapas que compõem uma operação de F&A. As motivações para o acontecimento da operação, a importância da transação para o comprador com relação à importância da transação para o *target*, o tempo para conclusão da operação, questões relativas à natureza das atividades realizadas pelas sociedades envolvidas, a estrutura societária de cada uma, e até mesmo o que se chama de *buyer power ratio*⁴², dentre diversos outros fatores podem ser citados como exemplos. Além disso, uma mesma operação pode ser composta de mais ou menos etapas de acordo com a perspectiva que se analisa: do ponto de vista do comprador, costuma ser mais complexa, e, portanto, ter mais etapas⁴³.

⁴⁰ PONTES, Evandro F. **Representations & Warranties no Direito Brasileiro**. 1 ed. São Paulo: Almedina, 2014. p. 33.

⁴¹ BRASIL. **Lei Nº 6.404 de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm>. Acesso em 01 abr. 2017.

⁴² CLIMAN, Richard; KOENIG, Paul. **Impact of “Buyer Power Ratio” on Selected M&A Deal Terms in Acquisitions of Privately Held Target Companies by Publicly Traded Buyers**. Disponível em: <<https://www.srsacquiom.com/resources/impact-of-buyer-power/>>. Acesso em 11 jul. 2017.

⁴³ LUZIO, Eduardo. **Fusões e Aquisições em Ato**: Guia prático: geração e destruição de valor em M&A. São Paulo: Cengage Learning Editores, 4ª Edição, 2014, p. 29.

Durante o processo que constitui uma operação de F&A, as partes se envolvem em um procedimento negocial intenso, onde o objetivo é a materialização da aquisição do controle da *target*, ou a fusão de ambas as sociedades envolvidas por meio do chamado *Share Purchase Agreement*, (SPA), ou Contrato de Compra e Venda de Ações ou Quotas Representativas de Capital Social, o CCVA.

Este procedimento não é rígido ou definido em lei, tampouco segue o rigor percebido nos procedimentos judiciais ou administrativos. Trata-se de um procedimento que resulta da construção, década após década (ou onda após onda, já descritas anteriormente) segundo os usos e costumes⁴⁴ dos componentes da indústria profissional do mercado de F&A, as sociedades empresárias envolvidas nas operações: os assessores financeiros (bancos de investimento, *boutiques* de *M&A*), jurídicos, contábeis, empresas de consultoria especializada, entre outros.

Por não haver um procedimento claro a ser seguido, que pode variar dependendo de cada caso, a condução do processo de uma operação de F&A é verdadeiro *know how* que caracteriza a prestação de serviços dos assessores mencionados acima às sociedades empresárias envolvidas nas transações. Este *know how* é sedimentado em um certo consenso acerca das fases e documentos considerados essenciais às operações de F&A, havendo, portanto o que Evandro Pontes chama de “unicidade formal”⁴⁵.

Em outras palavras, o processo que constitui uma operação de F&A não é resultado de uma construção epistemológica ou dogmática, mas sim tecnológica.

Betania Tanure afirma que uma operação de F&A tem início, tipicamente, com a definição da intenção de compra, identificação da oportunidade, passando pela *due diligence*, seguida pelas fases de negociação, fechamento (*closing*) e integração⁴⁶.

⁴⁴ PONTES, Evandro F. **Representations & Warranties no Direito Brasileiro**. 1 ed. São Paulo: Almedina, 2014. p. 32.

⁴⁵ *Ibid.*, p. 33.

⁴⁶ TANURE, Betania. **Fusões, Aquisições e Parcerias**. São Paulo: Atlas: 2011.

De maneira semelhante, Stanley Foster Reed, Alexandra Lajoux e H. Peter Nesvold dividem a operação de F&A nas etapas de planejamento e identificação, avaliação do alvo, *due diligence*, negociação, fechamento e integração⁴⁷

Para Eduardo Luzio, o processo que compreende a operação de F&A se desdobra em prelúdio e mérito, concepção e planejamento estratégico, originação e seleção de alvos, contratação de assessor em M&A, abordagem aos alvos seletos, avaliação dos alvos selecionados, negociação, contratação de assessores técnicos, *due diligence*, execução contratual, fechamento, e pós transação⁴⁸.

Pode-se dizer, portanto, que a “unicidade formal” que caracteriza o procedimento das operações de F&A é composta das seguintes etapas: planejamento e identificação do alvo, *due diligence*, negociação, fechamento e integração.

4.1. PLANEJAMENTO E IDENTIFICAÇÃO

Eis onde surge o *animus* em protagonizar uma operação de F&A, delineando-se as motivações para então identificar a outra sociedade empresária que é mais adequada a integrar o outro polo da transação – *target*.

Segundo o dicionário Aurélio, planejamento é “o serviço de preparação para a tomada de uma decisão, segundo roteiros e métodos determinados”. No contexto de uma operação de F&A, planejamento é a definição do mérito da transação, é aonde serão definidas as diretrizes fundamentais que devem guiar toda a operação e embasar a decisão a ser tomada no momento da identificação da outra parte que deve integrar a operação. Envolve o delineamento das motivações da operação e a determinação da intenção de compra, sendo um reflexo das necessidades da sociedade em um dado momento, de acordo o escopo do seu planejamento estratégico⁴⁹, que deve ser levado durante todo o processo de F&A. Assim, as operações de

⁴⁷ REED, Stanley F.; LAJOUX, Alexandra; NESVOLD, H. Peter. *The Art of M&A: a Merger, Acquisition, Buyout Guide*. 4 Ed. Nova York: McGraw-Hill, 2007.

⁴⁸ LUZIO, Eduardo. **Fusões e Aquisições em Ato**: Guia prático: geração e destruição de valor em M&A. São Paulo: Cengage Learning Editores, 4ª Edição, 2014, pg. 32 e 141.

⁴⁹ PORTER, Michael E. **Competitive advantage**: creating and sustaining superior performance. New York: Simon & Schuster, Inc., 1985.

F&A devem emergir de diversas análises estratégicas, e não de oportunidades circunstanciais ou simplesmente ser resultado da vaidade dos sócios.

Além da definição do mérito, outras questões devem ser abordadas durante o planejamento, como definir grandeza do montante de recursos que se pode comprometer com a transação, determinar possíveis fontes de financiamento, avaliar restrições políticas, sociais ou ambientais, entre outras questões que determinem a direção e os limites que devem ser observados durante toda a operação⁵⁰.

Nesse sentido, quanto melhor for o planejamento e mais definido estiver o mérito da transação, melhor será a identificação da *target*. A identificação é feita com base numa análise de compatibilidade entre as duas partes, onde serão identificadas as fontes de sinergia entre ambas⁵¹. É interessante que seja definido um universo de *targets*, para que seja possível fazer uma análise comparativa entre as opções disponíveis antes de escolher qual de fato integrará o outro polo da transação, afinal a qualidade de uma transação de F&A, assim como outras decisões complexas, depende das alternativas disponíveis⁵². Aqui existe a opção de contratar um assessor em M&A, que normalmente são bancos de investimento, ou as chamadas *boutiques de M&A*, ou ainda empresas de consultoria especializadas em assessoria financeira.

Além da análise de compatibilidade para identificar as fontes de sinergia, o comprador deve levar em conta aspectos como a posição estratégica do alvo em seu mercado de atuação; a situação financeira do alvo e as causas dessa situação; a performance operacional e financeira passada, presente e futura (potencial) do alvo; riscos e oportunidades da transação⁵³.

⁵⁰ KERN, Carolina. **Um estudo sobre as armadilhas no processo decisório em fusões e aquisições**. Rio de Janeiro: FGV, 2015.

⁵¹ REED, Stanley F.; LAJOUX, Alexandra; NESVOLD, H. Peter. *The Art of M&A: a Merger, Acquisition, Buyout Guide*. 4 Ed. Nova York: McGraw-Hill, 2007. p. 29.

⁵² LUZIO, Eduardo. **Fusões e Aquisições em Ato**: Guia prático: geração e destruição de valor em M&A. São Paulo: Cengage Learning Editores, 4ª Edição, 2014, p. 135.

⁵³ Ibid., p. 165.

4.2. DUE DILIGENCE

A *due diligence* é uma espécie de investigação da sociedade empresária *target*. Nessa fase, após definida a *target*, são feitos uma série de levantamentos e análises sistematizadas que têm como objetivo auxiliar a fase de negociação e fornecer dados que possam influenciar na definição do valor da transação. Trata-se da fase do processo de F&A que tem a maior capacidade de influenciar o conteúdo da cláusula de declarações e garantias.

O termo tem origem na *common law* (ordenamentos jurídicos que se desenvolvem com base nos conteúdos das decisões proferidas), sendo usado para descrever a obrigação que um indivíduo deve ter em não agir ou omitir-se de modo a causar danos a quaisquer terceiros, dentro dos padrões de razoabilidade⁵⁴. Além disso, sua tradução livre para o português pode ser algo como “devido zelo”.

A etapa de *due diligence* é de extrema relevância sob a perspectiva jurídico-negocial das operações de F&A. Impõe às partes os deveres de se informar reciprocamente, e não informar dados a pessoas estranhas à operação, sobretudo sigilosos e essenciais para o êxito do negócio. Esses deveres não são de eventual solicitação ou acordo celebrado entre as partes, mas derivam do princípio da boa-fé objetiva⁵⁵.

O principal objetivo da *due diligence* é avaliar os potenciais riscos que envolvem a transação, fazendo análises sobre o passado, presente e provável futuro da *target*, abordando todos os aspectos que as partes julgarem relevantes ao negócio. Além disso, é uma oportunidade para o comprador conhecer nos mínimos detalhes possíveis da operação da *target*; bem como o momento para as sociedades envolvidas se conhecerem e decidirem se, de fato, sua união faz sentido.

Não existe um momento exato estabelecido como o ideal a se começar a *due diligence*. Tão logo o comprador começa a se aproximar da *target*, ou a definir um universo de possíveis *targets*, a *due diligence* se faz necessária. Na fase de identificação, o comprador pode se basear em informações de domínio público, que podem auxiliá-lo da definição da *target* ou

⁵⁴ REED, Stanley F.; LAJOUX, Alexandra; NESVOLD, H. Peter. *The Art of M&A: a Merger, Acquisition, Buyout Guide*. 4 Ed. Nova York: McGraw-Hill, 2007. p. 393.

⁵⁵ COUTINHO, Sergio M. B. **Fusões e Aquisições**, 4ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 245.

do universo de sociedades empresárias candidatas a ocuparem o outro polo da transação. A partir do momento que informações privadas e confidenciais passam a ser necessárias para guiar o processo de F&A, a *due diligence* passa a acontecer⁵⁶.

Em seu desenrolar, a *due diligence* pode assumir diversos papéis: validar premissas das projeções financeiras, avaliar riscos e realocá-los, identificar e quantificar contingências e eventuais obstáculos para a realização da operação, mapear as obrigações a serem assumidas pelo adquirente e sua extensão, fornecer subsídios para ajustar o preço de aquisição, e marcar o limite para fixar indenização⁵⁷. Para tanto, até quinze aspectos sobre a *target* podem ser passíveis de investigação durante esta fase: legal, contábil, TI, riscos, seguros, meio ambiente, vendas, operações, propriedades, propriedade intelectual, finanças, relações internacionais, RH, cultura e ética.

Independentemente de qual faceta a *due diligence* assumir em determinada operação ou quais aspectos forem deliberadamente abordados pelas partes, ambas devem obrigar-se a cumprir o dever de *full disclosure*. Regidas pelo princípio da boa-fé, que permeia a realização de qualquer negócio jurídico, tanto comprador quanto vendedor tem a obrigação de informar tudo aquilo que for relevante para a operação, isto é, qualquer dado que possa contribuir ou prejudicar o a realização da transação e o alcance dos objetivos motivadores da operação.

Neste sentido, enquanto as partes estiverem trocando informações que contribuam à realização da operação, e que tenham o potencial de impactar a negociação do montante envolvido ou a elaboração de qualquer instrumento jurídico que faça parte da operação, a *due diligence* estará acontecendo.

4.3. NEGOCIAÇÃO

Essa etapa se inicia com a identificação da outra que integrará o outro polo da operação. Seu objetivo é adequar os interesses, objetivos e proposta do comprador aos da *target*. Aqui,

⁵⁶ LUZIO, Eduardo. **Fusões e Aquisições em Ato**: Guia prático: geração e destruição de valor em M&A. São Paulo: Cengage Learning Editores, 4ª Edição, 2014, p. 163

⁵⁷ BARROS, Betania T. **Fusões e aquisições no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2003. p. 44.

ocorre a abordagem da outra parte, a avaliação do negócio e negociação dos preços e condições⁵⁸, e a negociação dos contratos⁵⁹.

A abordagem da outra parte a integrar o negócio, independentemente se for feita pelo comprador ou pelo vendedor, é uma questão delicada, pois o interesse em realizar uma operação de F&A é manifestado pela primeira vez para além da companhia. Desta forma, aqui é importante estabelecer entre as partes o dever de confidencialidade quanto à transação⁶⁰. É o primeiro contato oficial entre as duas partes, devendo ocorrer entre figuras legalmente aptas e gerencialmente competentes a tomar decisões estratégicas em ambas as partes. Neste momento as partes se conhecem, se apresentam e expõem os motivos por trás da transação e o interesse na outra parte⁶¹.

A avaliação do negócio, ou *valuation*, e a negociação dos preços e condições é o momento em que se define o montante de capital que será destinado à realização do negócio. Uma vez que já aconteceu a abordagem da outra parte, informações privadas e mais detalhadas são trocadas entre ambas (já no escopo da *due diligence*), para que se tenha um embasamento para preparar uma avaliação preliminar, que é o valor econômico atribuído ao negócio⁶². A avaliação pode ser feita por diversos métodos, sendo que no Brasil os mais comumente admitidos são o método do fluxo de caixa descontado, múltiplos de mercado ou múltiplo de transações comparáveis⁶³. Ao final da avaliação, é apresentada uma proposta à outra parte, que pode ser de natureza vinculante ou não-vinculante.

Tendo as partes chegado a um acordo quanto ao preço e estipulado e as condições estabelecidas por cada uma delas, parte-se para a negociação dos contratos. Aqui materializa-se tudo que foi negociado até este momento no durante a operação, equacionam-se riscos

⁵⁸ LUZIO, Eduardo. **Fusões e Aquisições em Ato**: Guia prático: geração e destruição de valor em M&A. São Paulo: Cengage Learning Editores, 4ª Edição, 2014, p. 154.

⁵⁹ KERN, Carolina. **Um estudo sobre as armadilhas do processo decisório em fusões e aquisições**. Rio de Janeiro: FGV, 2015. p. 35.

⁶⁰ ROSENBAUM, Joshua. PEARL, Joshua. **Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions**. Hoboken: John Wiley & Sons, 10ª Edição, p. 251.

⁶¹ LUZIO, Eduardo. **Fusões e Aquisições em Ato**: Guia prático: geração e destruição de valor em M&A. São Paulo: Cengage Learning Editores, 4ª Edição, 2014, p. 146.

⁶² Ibid., p. 153.

⁶³ BRASIL. **Instrução CVM n. 436/2006**. Anexo III. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst436.pdf>>. Acesso em 15 abr. 2017.

apurados e estabelece-se como se relacionarão as partes no futuro⁶⁴. A confecção do principal instrumento jurídico de qualquer operação de F&A é o objetivo desta fase: o Contrato de Compra e Venda de Ações ou Quotas Representativas de Capital Social (CCVA)⁶⁵, conhecido como SPA – do inglês *Share Purchase Agreement*.

4.4. FECHAMENTO

Esta etapa se divide em dois momentos: o da assinatura do CCVA e de demais contratos que porventura complementem o instrumento principal, e o fechamento. Aqui, ocorre a sucessão patrimonial que define uma operação de F&A, de modo que ao final, pelo menos uma das sociedades empresárias envolvidas na transação deixa de existir, transferindo seu patrimônio à outra que a comprou ou que surgiu de uma eventual fusão.

Os momentos de assinatura e conclusão podem coincidir; o que é raro. O pagamento total do preço estipulado e a verificação de todas as condições estipuladas para que isto aconteça, durante a fase de negociação, caracteriza o fechamento. Com o fechamento, ocorre definitivamente a transferência de propriedade das ações ou quotas representativas de capital social e a sucessão em direitos e obrigações. É mais comum que ocorra em até seis semanas depois da assinatura, período durante o qual as partes tomam certas providências como a obtenção de aprovações regulatórias ou a anuência de terceiros⁶⁶. Por isso, se diz que o fechamento de operações de F&A se denomina diferido: por ocorrer em momento posterior à assinatura do contrato principal.

⁶⁴ KERN, Carolina. **Um estudo sobre as armadilhas do processo decisório em fusões e aquisições**. Rio de Janeiro: FGV, 2015. p. 36.

⁶⁵ LUZIO, Eduardo. **Fusões e Aquisições em Ato**: Guia prático: geração e destruição de valor em M&A. São Paulo: Cengage Learning Editores, 4ª Edição, 2014, p. 169.

⁶⁶ CITOLINO, Carolina B. **Indenização Pelo Descumprimento da Cláusula de Declarações e Garantias no Brasil**. São Paulo: Instituto de Ensino e Pesquisa. 2013, p. 58.

4.5. INTEGRAÇÃO

Esta última etapa consiste na efetiva combinação dos negócios das sociedades empresárias envolvidas na operação, ou seja, todo o processo em que consiste a operação de F&A visa justamente a combinação de negócios entre duas sociedades empresárias motivadas a alcançar um objetivo em comum. É de costume que a integração comece no período entre a assinatura do CCVA e o fechamento da operação, em que o vendedor começa a se “despedir” da sociedade empresária que era de sua propriedade, e as partes engajam neste momento em uma administração conjugada intertemporal. Contudo, pode-se dizer que, até aqui, a transferência de propriedade ou a combinação de negócios aconteceu somente “no papel”, e na fase de integração tal combinação ocorrerá “na realidade”. Isto é, a partir daqui é que devem-se combinar os elementos que permitem que as sociedades empresárias envolvidas na transação passem a atuar como uma só, e com um desempenho que satisfaça as motivações que levaram a operação a acontecer, com a exploração eficiente das fontes de sinergia identificadas entre ambas.

É nesta fase em que os motivos, condições e objetivos da operação irão ou não se mostrar satisfeitos. Ademais, o esforço e as medidas necessárias a serem tomadas para uma integração bem-sucedida variam de acordo com os motivos que levaram a operação a acontecer. Em outras palavras, o sucesso ou insucesso da operação é medido pela efetividade e qualidade da integração. Nas palavras de Betânia Tanure de Barros:

As pesquisas internacionais, assim como a realizada com empresas brasileiras, demonstram que as principais razões da alta da taxa de insucesso das operações de aquisição estão relacionadas à gestão de pessoas, à complexidade presente no encontro de duas culturas, à transferência de habilidades e competências, à retenção de talentos e, sobretudo, ao clima tenso na empresa adquirida⁶⁷.

O cenário descrito acima é justamente o da integração: a maior parte das operações de F&A não são bem-sucedidas justamente em razão de uma má integração.

Contudo, o que mede o sucesso ou insucesso de uma operação é o atingimento ou não de termos ou condições firmadas contratualmente entre as partes, resultado de um bom

⁶⁷ BARROS, Betania T. **Fusões e aquisições no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2003. p. 47.

delineamento de fontes de sinergia e mapeamento de riscos realizados nas etapas que precedem a integração. Uma integração malfeita vai gerar resultados ruins e pode acontecer por uma série de fatores que não receberam atenção ou que foram mal debatidos entre as partes nas etapas anteriores⁶⁸. Por esse motivo, pode-se dizer que é aqui que surge a maioria dos conflitos entre as partes envolvidas em operações de F&A. Caso todas as obrigações pactuadas entre as partes em todos os instrumentos contratuais celebrados nas etapas anteriores sejam cumpridas, não há motivo para conflitos e pode-se dizer que a operação foi bem-sucedida.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Após tudo o que foi exposto neste capítulo, fica evidente que as operações de F&A são, acima de tudo, processos, devendo ser compreendidas como tal. A não observância dos padrões mínimos de conduta exigidos pela unicidade formal que caracteriza esses processos pode gerar insegurança e representar riscos ao sucesso da operação. Ocorrem por motivos específicos, e se desenrolam em uma série de etapas que as caracterizam como processos e gravam com distinção a característica processual das obrigações que dela surgem.

Os motivos e o respeito às exigências mínimas de comportamentos que ambas as partes devem ter de acordo com a etapa em que a operação se encontra são de suma importância à interpretação da operação e das obrigações estabelecidas entre as partes durante todo o processo. Ademais, todas as condutas e aquilo que foi extraído do comportamento das partes durante o processo de F&A é o que permite a formação de um *sinálagma*, uma representação da realidade, criada e assumida como verdadeira entre as partes, acerca das circunstâncias do negócio.

⁶⁸ CITOLINO, Carolina B. **Indenização Pelo Descumprimento da Cláusula de Declarações e Garantias no Brasil**. São Paulo: Instituto de Ensino e Pesquisa. 2013, p. 40.

REFERÊNCIAS

BARROS, Betania T. **Fusões e aquisições no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2003.

BRASIL. **Instrução CVM n. 436/2006**. Anexo III. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst436.pdf>>. Acesso em 15 abr. 2017.

BRASIL. **Lei n. 10.406 de 2002**. Institui o Código Civil. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406.htm>. Acesso em 01 abr. 2017.

BRASIL. **Lei n. 6.404 de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm>. Acesso em 01 abr. 2017.

CAMARGOS, Marco A.; BARBOSA, Francisco V. Fusões, aquisições e *takeovers*: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v.10, n. 2, p. 17-38. São Paulo, 2003.

CARVALHO, Veridiana R. S; LIMA, Gilberto T. **Estrutura produtiva, restrição externa e crescimento econômico: a experiência brasileira**. Economia e Sociedade, Campinas, v.1. Disponível em: Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/ecos/v18n1/02.pdf>. Acesso em: 01 de abril de 2017>.

CITOLINO, Carolina B. **Indenização Pelo Descumprimento da Cláusula de Declarações e Garantias no Brasil**. São Paulo: INSPER - Instituto de Ensino e Pesquisa, 2013.

CLIMAN, Richard; KOENIG, Paul. *Impact of “Buyer Power Ratio” on Selected M&A Deal Terms in Acquisitions of Privately Held Target Companies by Publicly Traded Buyers*. Disponível em: <<https://www.srsacquiom.com/resources/impact-of-buyer-power/>>. Acesso em 11 jul. 2017.

COELHO, Fábio U. **Curso de Direito Comercial**, v.3. 12 Ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

COUTINHO, Sergio M. B. **Fusões e Aquisições**, 4ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2016.

COUTO E SILVA, Clovis V. **A obrigação como processo**. São Paulo: FGV, 2017. .

FERREIRA, M. P. et al. Mergers & acquisitions research: a bibliometric study of top strategy and international business journals, 1980-2010. **Journal of Business Research**, v. 67, p. 2550-2558. Nova York: 2014.

JOHNSON, Gerry; SCHOLLES, Kevan; WHITTINGTON, Richard. **Exploring corporate strategy**. 7 Ed. New York: Prentice Hall, 2005.

KERN, Carolina. **Um estudo sobre as armadilhas no processo decisório em fusões e aquisições**. Rio de Janeiro: FGV, 2015.

KPMG. **Fusões e Aquisições no Brasil: Análise dos Anos 90**. São Paulo: 2001. Disponível em: http://www.kpmg.com.br/publicacoes/corporate_finance/structuredfinance/fa_90s.pdf. Acesso em 01 de abril de 2017.

KPMG. **Pesquisa de Fusões e Aquisições 2014**. Disponível em: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/03/fusoes-e-aquisicoes-4-trimestre-2014.pdf>.

KPMG: **M&A Outlook Survey**. Disponível em: <https://info.kpmg.us/ma-survey/index.html>. Acesso em 15 mar. 2017.

LEVINE, Summer N. **The acquisitions manual**. New York: New York Institute of Finance, 1989.

LUZIO, Eduardo. **Fusões e Aquisições em Ato: Guia prático: geração e destruição de valor em M&A**. São Paulo: Cengage Learning Editores, 4ª Edição, 2014.

MARTINS, Fran. **Curso de Direito Comercial: empresa comercial, empresários individuais, microempresas, sociedades empresarias, fundo de comercio**. 32 Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011.

MUNIZ, Ian de Porto Alegre. **Fusões e Aquisições – Aspectos Fiscais e Societários**. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

OCHA, Dinir S.; QUATTRINI, Larissa T. Série **GVLAW - Direito societário: Fusões, aquisições, reorganizações societárias e due diligence**. 1ª Edição. 2012.

PONTES, Evandro F. **Representations & Warranties no Direito Brasileiro**. 1 ed. São Paulo: Almedina, 2014.

PORTER, Michael E. **Competitive advantage: creating and sustaining superior performance**. New York: Simon & Schuster, Inc., 1985.

REED, Stanley F.; LAJOUX, Alexandra; NESVOLD, H. Peter. **The Art of M&A: a Merger, Acquisition, Buyout Guide**. 4 Ed. Nova York: McGraw-Hill, 2007.

ROSENBAUM, Joshua e PEARL, Joshua. **Investment Banking: valuation, leveraged buyouts, and mergers & acquisitions**. 4 Ed. New Jersey: Wiley & Sons, Inc., 2009.

ROSSETTI, José P. Fusões e Aquisições no Brasil: as razões e os impactos. In: BARROS, Betania T. **Fusões, Aquisições & Parcerias**. São Paulo: Atlas, 2001.

SMITH, Adam. **The Wealth of Nations**. Disponível em: <https://goo.gl/E4zD2g>. Acesso em 01 abr. 2017.

STEGER, Ulrich; KUMMER, Christopher. *Why M&A Waves Reoccur*. Disponível em: <http://www.imd.org/research/publications/upload/Steger_Kummer_WP_2007_11.pdf>. Acesso em 01 abr. 2017.

TANURE, Betania; CANÇADO, Vera L. **Fusões e aquisições: aprendendo com a experiência brasileira**. Revista de Administração de Empresas. São Paulo, v. 45, n. 2, p. 10-22, junho de 2005.